

并购的艺术性

——以光明食品集团海外并购为例

光明食品集团成立于2006年8月8日,是由上海国资委对上海市内食品行业资源进行重组、整合而来。集团集合了上海益民食品一厂、上海农工商、上海市糖业烟酒、锦江国际四大集团有限公司,是一家以食品产业链为核心的现代都市产业集团。目前我国食品行业的利润率普遍较低,只有通过规模扩张才能实现稳定发展。而通过海外并购进入高端产品市场,既能实现规模的扩张,又能带来利润率的提升,因此实施海外并购,推进国际化战略,已成为我国食品行业谋求长远发展的不二选择。光明食品集团从2010年开始就在全球“扫货”,然而却节节败退,收获甚微。原因何在?本文拟对此进行探讨。

一、海外征程:成也策略,败也策略

(一)痛失澳糖与顺利联姻新西兰乳业——低调才是硬道理。

澳大利亚西斯尔公司(CSR)是一家成立百年的老公司,主要经营制糖和建筑,是澳大利亚最大的原糖制造企业和第二大建筑商。2009年6月,CSR宣布计划在2010年3月31日前将糖业和可再生能源部门Sucrogen分拆出去,从而谋求独立上市。在经过1年多对澳大利亚糖业的考察之后,2010年1月12日,光明食品集团提出以15亿澳元收购CSR公司旗下的糖业和可再生能源业务。然而,这一收购要约却遭到了CSR的拒绝。同年1月27日,CSR公开表示将继续推进原计划。但同年2月3日,澳大利亚联邦法院却驳回了CSR的拆分方案,这使得光明食品集团参与并购事宜出现了转机。2010年农历新年之际,光明食品集团的高管飞赴澳洲与对方洽谈,双方就收购价格初步达成了共识;4月份,光明食品集团将报价调至17.5亿澳元;6月末,双方签订了一份关于并购的意向性协议。可以说,并购的结果毫无悬念,光明食品集团只待择机公布。然而,光明食品集团却突然在7月2日收市后将报价调低至16.8亿澳元,这使得潜在竞争对手新加坡丰益国际趁机而入,以0.7亿澳元的差额成功赢得并购。2010年7月5日,新加坡丰益国际宣布,已经与CSR达成协议,以17.5亿澳元收购CSR旗下糖业和可再生能源业务。面对突变,光明食品集团措手不及。

在这次并购中,光明食品集团存在着过度自信的问题。首先,在签订意向协议书之后,光明食品集团自认为已经成为被并购方唯一的选择,于是在临宣布收购完成之际将价格调低至16.8亿澳元,恰好为其竞争对手提供了机会。其次,过于自信使得光明食品集团忽略了竞争对手的存在。从光明食品集团被通知出局时的意外表现来看,其并未意识到会被竞争对手击败。在整个并购过程中,光明食品集团都沉浸在如期进行的喜悦中,而对竞争对手缺乏调查和关注。最后,光明食品集团频频曝光于媒体之下,表现出罕见的高调。从2010年1月初产生并购意向开始,媒体就进行了大量

报道,光明食品集团高层也多次在公开场合表达了扩展海外版图的意愿。而在2010年1月中旬,就有媒体披露光明食品集团将以15亿澳元作为对价并购澳糖。过早披露并购意向甚至并购价格必然会给竞争对手更多的信息,使得对方趁机而入。反观这一次的赢家新加坡丰益国际,从并购之初就处于媒体的边缘地带,直待最后出价拿下Sucrogen,让同是竞购者的光明食品集团都颇感意外,可见其低调程度。

形成巨大反差的是,2010年7月19日,光明食品集团旗下光明乳业发布公告称,已经与新西兰五大独立牛奶加工商之一的Synlait Milk Limited签订认购协议,拟以每股3.15新西兰元,出资8200万新西兰元认购Synlait Milk Limited 51%股份;2010年11月11日,双方顺利完成股权交割。此次,光明食品集团一改之前的高调作风,从并购之初就守口如瓶,直至并购完成时才宣布结果。笔者对新闻媒体和网络资源进行了搜索,也没有发现在2010年7月19日之前关于光明食品集团并购新西兰Synlait Milk Limited的相关报道,直至2010年7月19日光明乳业宣布并购完成后才有媒体陆续对交易结果进行报道,而并购的具体细节均不得而知。可以说,在某种程度上低调成就了这一次的并购。

(二)与英国联合饼干和法国优诺失之交臂——并购价格的话语权。

联合饼干是英国最大的饼干生产商,2006年被美国私募股权公司黑石集团和法国私募股权公司PAI Partners以16亿英镑收购,2009年两大基金公司聘请摩根大通和高盛将其进行拍卖,估值达25亿英镑。2010年9月,光明食品集团与联合饼干进入排他性谈判,收购价格约为31.6亿美元(约合20亿英镑)。尽管光明食品集团一直对并购消息予以否认,避免过度高调,然而国内外媒体还是争相报道,大肆渲染,使得光明食品集团一度处于被动状态。2010年11月末,光明食品主动退出并购,双方终止谈判事宜。

纵观此次并购,双方主要是由于并购价格不能达成共识而导致谈判破裂。此前,美国食品巨头金宝汤曾出价23亿美元收购联合饼干,但是由于报价过低被排除在外,光明食品集团以31.6亿美元的报价顺利进入排他性谈判。联合饼干的两大股东黑石集团和PAI Partners都是私募股权公司,属于投资型股东,他们主要关注资本的短期增值,待资本增值后高价卖出。因此,能否卖出好价钱是他们首要考虑的。根据年报显示,联合饼干2009年营业收入达12.6亿英镑,利润达2.23亿英镑,估值介于20~25亿英镑之间。两大股东一度期望以超过20亿英镑的价格出让联合饼干。光明食品集团2009年营业额为40多亿英镑,在这之前曾出巨资并购了新西兰Synlait Milk Limited,而且同时又在与美国健安喜进行谈判,以超过20亿英镑的价格买下联合饼干对于光明食品集团来说似乎“心有余而力不足”。此外,来自英国当地强大的舆论压力也进一步加速了谈判的破裂。英国商务大臣凯布尔公开对媒体表示,坚决反对外国企业对英国知名品牌的并购,而当地工会组织也对中国企业将来成为被并购方股东后大举搬迁工厂和生产线等表示了强烈的担忧。

那么,是否高的报价就可以在并购中稳操胜券呢?光明食品集团失手法国优诺的例子则打破了“价格为王”的定律。

优诺是全球第二大酸奶制造商,其50%的股权由PAI Partners所有,另50%的股权由农业合作社索迪奥所有。2010年9月,PAI Partners开始拍卖其所持股权。2010年年末,光明食品集团初步接触法国优诺,此时距离第一轮报价时间仅有短短2个月。2011年2月3日,光明食品集团提出首轮非约束性报价,出价17.5亿欧元,同时还提供了一份详尽的商业计划。由于报价的优势,光明食品集团击败了雀巢、法国AXA基金等国际知名企业,顺利进入第二轮竞标程序。之后,光明食品迅速搭建起顾问团队,包括荷兰合作银行、法律顾问、会计师事务所、公关顾问等,并于2011年3月1日开始进行尽职调查工作。为安抚法国政府保护民族品牌的情绪,光明食品集团高层飞赴法国与优诺高层、索迪奥、PAI Partners以及法国政府高官进行了洽谈,并与当地媒体包括法新社、回声报、彭博社等接洽,展开了一系列的公关工作。2011年3月22日,优诺竞标结果公布:通用磨坊以16亿欧元获得优诺51%的股权。光明食品集团遭遇了继美国健安喜之后的第四次海外并购失利。

此次交易的失败,引来了更多媒体的关注。不仅因为这一次是光明食品集团2010年以来的第四次海外并购失利,更在于此次光明食品集团是所有竞标者中的最高出价者。失败原因何在?此次交易真正的决定方——索迪奥,是法国的一个奶农合作制企业,属于战略型股东。不同于投资型股东“包装出让,价高者得”的目标,战略型股东更加关注企业的长远发展和长期利益。由于光明食品集团的国际影响力还远远不够,相比通用磨坊、雀巢等国际巨头,其未能提出优诺将来在国际市场中有力的发展规划,加之对中国企业将来可能会窃取法国技术和法国品牌的担忧,索迪奥最终选择了通用磨坊作为合作伙伴。另外,通用磨坊在并购协议中承诺将优诺的特许经营费从1%提高到4.5%,以优先分配权的方式直接用现金分配给索迪奥的奶农股东,可谓真正赢得了索迪奥奶农股东们的“欢心”。

(三) 主动停购美国健安喜——并购风险影响大局。

健安喜(GNC)成立于1935年,是美国最大的保健营养品制造商和零售商。其曾经是上市公司,但于1999年被私有化,此后一度致力于再次上市。2010年3月5日,光明食品集团与GNC签署谅解备忘录,双方建立了战略合作关系,通过合资企业健安喜(中国)共同进军中国保健品市场。2010年10月,由于上市融资计划一直受阻,GNC聘请高盛、摩根大通等担任顾问,开始寻找并购方,一些私募股权投资公司纷纷表示出并购兴趣。2010年12月,光明食品集团出价竞购GNC,交易价格在25亿至30亿美元之间,这比其他并购方的价格高得多,加之双方此前就建立了良好的战略合作关系,因此谈判顺利进行。此后媒体一度传出谈判接近尾声,收购计划即将公布的消息。然而,2011年1月下旬,光明食品集团却宣布退出了收购GNC的谈判。

这是光明食品集团在继英国联合饼干之后第二次主动退出并购谈判。事后,光明食品集团总裁曹树民曾对媒体表示,此次停止收购的主要原因是光明食品未能在对方规定的时间内完成交易。按照GNC的要求,光明食品集团需要在2010年年底前完成交易所需要办理的相关手续,否则

GNC将会选择直接上市。由于光明食品集团的国企身份,需要审批的手续繁多,导致最终未能在对方规定的时间内完成交易。然而,这一官方解释显然不够给力。我国政府一直鼓励国内大型企业走出去,上海市国资委更是对光明食品集团寄予厚望,显然不会愿意成为这次谈判的绊脚石。根据笔者的分析,双方谈判失败的真正原因应该是风险的扩增。按照光明食品集团原先的计划,在完成并购之后,GNC的两大基金公司股东——著名投资公司锐盛管理集团和安大略省教师养老金计划委员会将继续对GNC的业务进行管理,然而这一提议却遭到了两大股东的拒绝。两大基金公司股东表示会全部退出,光明食品集团将面临独立运作GNC的境况,这使得并购风险进一步扩大。目前GNC在全球约有7100家商店,涉及运动类、睡眠辅助、男女保健、健脑、草本植物萃取等上千种产品,对于刚刚起步迈入国际化战略阶段、海外资产管理方面尚陌生的光明食品集团来说,怎样有效运作GNC是一个极大的挑战。一方面,光明食品集团需要支付高额的并购对价和巨大的融资成本;另一方面,并购之后还可能面临资产管理失败的巨大风险,在权衡后选择退出并购也许是明智之举。

二、思考与启示

通过上述的5次并购经历可以看出,光明食品集团虽然屡屡挫败,但却日趋成熟,并购经验也日益丰富。从澳糖的高调,到新西兰Synlait Milk Limited的低调;从联合饼干的报价不足和公关危机,到优诺的高价竞购和友好公关,光明食品集团一直都在进步,同时也带给我们一些思考和启示。

(一) 企业在进行并购时,要尽量低调。海外并购涉及多国利益,能够产生广泛的影响,所以媒体通常都会予以高度关注。而我国的央企和国企在进行海外并购时,由于涉及到政府和人民的利益,因此更容易成为舆论的焦点。媒体的报道会给竞争对手更多的信息,也容易引致东道国的舆论压力,产生公关危机,从而对并购产生不利影响。所以,怎样在并购时减小曝光率,是值得企业研究和探讨的问题。

(二) 企业要善于把握并购价格。企业应该在并购之初组织团队进行尽职调查,确定一个合理的价格区间,然后根据股东类型调整价格。通常情况下,投资型股东都偏好于高的竞购价格,因此给足价格是首要考虑;而战略型股东更倾向于企业的长远发展,因此如何提出有力的发展规划要比高报价更加重要。当然,企业在并购时也要衡量收益与成本,不能为了促成并购的成功而盲目给出高价。

(三) 企业要做好公关工作。欧美国家往往对我国企业存在着各种误解,如担心我国政府审批耗时过长、担心知识经济产权被侵害,等等。因此,企业在进行并购时,要尽力争取我国政府的帮助并与东道国政府建立良好的关系,还要充分利用当地媒体对企业自身形象进行宣传。

(四) 企业在并购时可以考虑寻找并购同盟者。我国企业在进行海外并购时通常采用现金作为支付手段,而海外并购涉及的并购对价和费用数额又尤为巨大,企业会面临巨大的融资压力,甚至会陷入现金流短缺的困境。另外,企

业在并购之后能否对境外资源进行有效整合,并购能否带来企业整体绩效的增长,都是一个未知数。引入并购同盟者既可以降低筹措资金的压力,又可以分散并购后的风险。而且,我国企业的国际影响力普遍较弱,并购经验明显不足,通过寻找合适的并购同盟者,可以达到利用对方的国际影响力以及跨境并购方面的策略和技巧以促成并购的目的。

并购本身就是一项复杂的经济活动,往往涉及到多种因素,包括民族感情、品牌延续、工人就业等。因此,并购绝无可以模仿和照搬的定式,它是多个利益相关者之间的博弈。企业应根据具体情况制定完善的并购策略,把并购当成一种艺术来看待。

(《财务与会计》理财版2011.07)

泰跃系的迅速构建与困境分析

一、泰跃系的构建过程

北京泰跃房地产责任有限公司(简称北京泰跃)成立于1995年,初始注册资本为1 000万元。经营范围为房地产项目开发、商品房销售以及房地产信息咨询。1995~1997年间北京泰跃在北京地区相继开发了3个房地产项目,获利丰厚。2001年6月该公司发起设立中泰信用担保责任有限公司(简称中泰担保),其注册资本为1亿元,北京泰跃持有30%的股份。中泰担保的主营业务包括信用担保、企业贷款担保、中小企业投融资担保等。1998年7月,北京泰跃投资成立湖北泰跃投资(集团)有限公司(简称湖北泰跃),2001年对湖北泰跃增资扩股,增资后的湖北泰跃注册资本为4.38亿元,北京泰跃持有70%的股份。湖北泰跃的主要经营业务包括对高科技、工商业以及服务业的投资;化工产品、机械设备以及日用百货销售。2001年北京泰跃开始进入资本市场,对其他上市公司展开收购兼并活动。

(一)收购兼并上市公司。

2001年7月,湖北泰跃以1.4亿元收购成本湖北金环股份有限公司(简称湖北金环,股票代码:000615)29%的国有法人股,成为其第一大股东;湖北化纤集团持有湖北金环14.26%的股份,成为公司第二大股东。该公司的主营业务包括玻璃纸制造销售、纺织机械设计制造、化纤产品生产技术咨询、实业投资(不含国家限制投资的行业)、批零兼营通信产品(不含无线电发射设备)等。

2001年11月,中泰担保收购景谷林业股份有限公司(简称景谷林业,股票代码:600265)29.81%的股份,股权转让价款为1.15亿元,成为其第一大股东;云南景谷傣族彝族自治县林业总公司以28.59%的持股比例成为第二大股东。该公司的主营业务包括林业化工产品以及相关技术的出口业务;原辅材料、机械设备、仪器仪表以及林产化工产品制造;人造板生产、森林资源培育等。

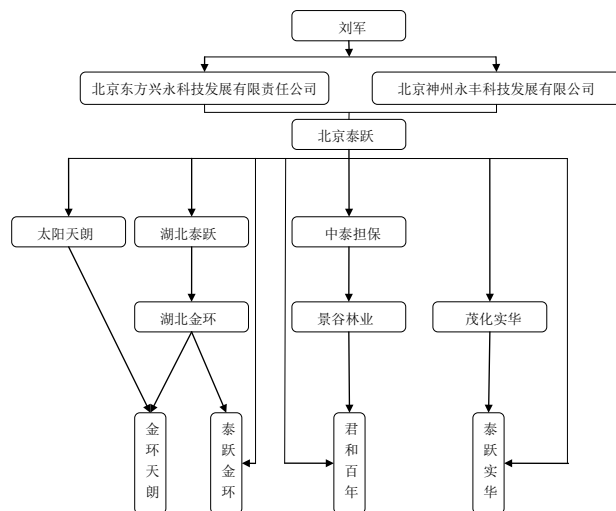
2002年11月,北京泰跃与茂名石化公司职工互助会签订法人股转让协议,以2.82亿元购得茂名石化实华股份有限公司(简称茂化实华)29.5%的股份,成为其第一大股东;

中国石化集团茂名石油化工公司(简称茂名石化)持有茂化实华17.80%的股份,成为第二大股东。公司经营范围为生产和销售聚丙烯、液化气、烃推进剂、新型液化气、润滑油、石油制成品、塑料产品等,此外还包括石油化工、精细化工、塑料加工等。

(二)与上市公司共同投资组建孙公司。

在完成收购上市公司的同时,北京泰跃等公司立即与3家上市公司分别成立了一系列子公司。2001年7月,湖北金环出资2 600万元,与北京泰跃子公司北京太阳天朗通信器材有限公司(简称太阳天朗)共同成立了北京金环通信有限公司(简称金环天朗),湖北金环持有金环天朗80%的股份,2004年8月,湖北金环又斥资3 609.90万元收购了太阳天朗持有的金环天朗19%的股份,至此湖北金环对金环天朗的持股比例高达99%。2001年9月,湖北金环出资5 100万元,与北京泰跃共同成立了北京泰跃金环房地产开发有限公司(简称泰跃金环),湖北金环持股比例为51%。2005年2月,湖北金环又出资2 882.35万元从北京泰跃收购了泰跃金环29%的股份,至此湖北金环对泰跃金环的持股比例为90%。2001年10月,景谷林业出资3 500万元,与北京泰跃成立了北京君合百年房地产开发有限公司(简称君合百年),景谷林业持有68.63%的股份。2005年8月,在北京泰跃的主导下,君和百年引入北京东环置业有限公司、华建国际实业(深圳)有限公司两大新股东。新股东加入后,景谷林业对君和百年的持股比例降至37.01%。2003年3月,茂化实华出资3 000万元,与北京泰跃共同成立了北京泰跃实华地产开发有限责任公司(简称泰跃实华),茂化实华持有泰跃实华60%的股份。

至此,北京泰跃通过兼并收购上市公司、投资设立控股公司等手段,建立了如图所示的三层级系族企业组织结构,初步形成了泰跃系。在泰跃系三层级组织结构中,上层为北京泰跃、湖北泰跃、中泰担保等公司,其中北京泰跃是整个系族企业中的母公司,起到中枢控制作用;中间层由湖北金环、景谷林业和茂化实华3家上市公司所构成,成为泰跃系在资本市场运作的投融资平台;下层由金环天朗、泰跃金环、君合百年、泰跃实华等企业所组成。日后成为北京泰跃等公司侵占上市公司利益的工具。



2003年“泰跃系”系族企业结构图